



UISP Comitato Bologna  
via dell'Industria 20 - 40138 - Bologna  
tel. 051-60.13.511 - www.spazidisport.it  
Prof. **Fabio Casadio**

**COSTRUIRE in Project S.r.l.**  
società di ingegneria - www.costruireinproject.it  
via delle Monache, 2 - 41057 Spilamberto (MO) - tel.059-78.54.22  
Ing. **Luciano Rizzi** (a.d.) - rizzi@costruireinproject.it

5TH ANNUAL MEETING  
OF HEPA EUROPE  
rete europea per la promozione  
della salute e migliorare l'attività  
fisica è un progetto dell'O.M.S.  
**11-12 NOVEMBER 2009**  
**BOLOGNA - ITALY**



# **CORRIERE DEL MOVIMENTO**

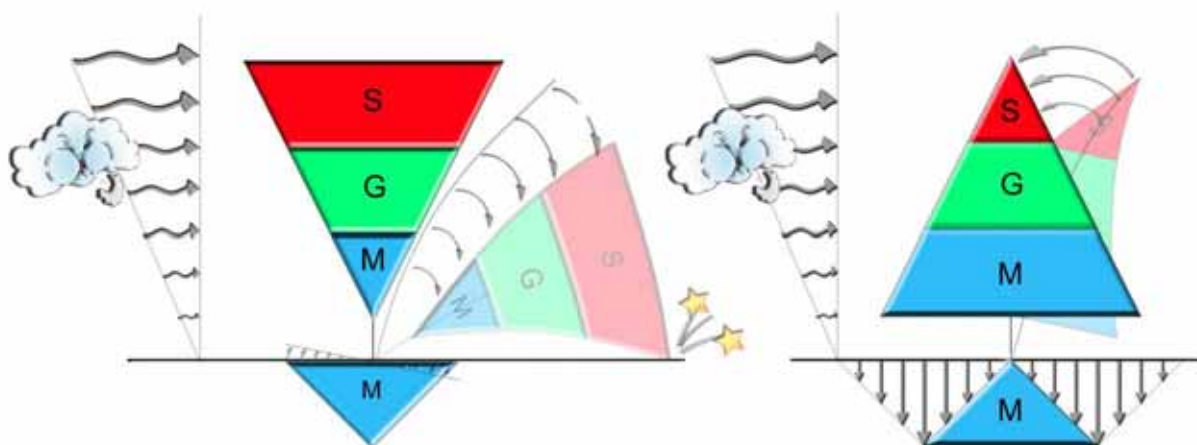
*.....per stare bene!*

SPAZI di SPORT (UISP) con il "corriere del movimento ... per stare bene" inizia oggi la presentazione e la divulgazione di quanto è stato fatto.

Il progetto "corriere del movimento ... per stare bene" verrà inviato, tramite mail a tutte le sedi della UISP in Italia con cadenza possibilmente settimanale (al lunedì) e ogni numero conterrà un solo articolo.

Ing. Luciano Rizzi (Capo Progetto "tecnico" di SPAZI di SPORT)

**N° 8 – lunedì 1 febbraio 2010**



**Volume 4 (PROJECT FINANCING nello SPORT) – capitolo 1**

## **IL PROJECT FINANCING**

IL PROJECT FINANCING NELLO SPORT E LE PISCINE IN PROJECT  
LA FINANZA DI PROGETTO SOCIALE GARANTITA

# PREMESSA

Il project financing può sembrare un tema per addetti ai lavori. Niente di più sbagliato.

Il project financing è molto di più che un tema riservato a pochi specialisti della finanza: è soprattutto un modo di pensare, un'impostazione culturale, una precisa scelta politica.

Ponendo l'enfasi principale sul progetto piuttosto che sull'impresa, il project financing non è solo un nuovo strumento finanziario ma piuttosto un nuovo metodo.

Le operazioni di project financing hanno sempre delle caratteristiche proprie che le differenziano l'una dall'altra. Sono, per loro natura, delle operazioni uniche come i progetti da finanziare.

Il processo di organizzazione di un project financing richiede, oltre a competenze specialistiche, una buona dose di creatività e di flessibilità negoziale ed è finalizzato all'individuazione della struttura "ottimale" tra le varie percorribili.

Possiamo indicare come project financing un'operazione di finanziamento nella quale una determinata iniziativa di investimento viene valutata principalmente per le sue capacità di generare ricavi e dove i flussi di cassa connessi alla gestione costituiscono la fonte primaria per il servizio del debito e per la remunerazione del capitale di rischio.

Per quanto concerne le banche, dunque, la valutazione della capacità di rimborso del debito è basata principalmente sulle previsioni di reddito del progetto e sul patrimonio dello stesso quale garanzia reale del credito, piuttosto che sull'affidabilità e solidità economico-patrimoniale dei promotori.

Il primo aspetto importante evidenziato dalla definizione di project financing è quello della costituzione di una società di progetto che abbia come oggetto sociale esclusivo la realizzazione e la gestione dell'iniziativa. Generalmente la separazione giuridica del progetto consente quella separazione economica (da cui il termine inglese "ring fence") che è alla base stessa del project financing.

Qualunque possa essere il piano economico del progetto, la capacità di rispettare le previsioni di costi e ricavi dipende da molti fattori ma, in ultima analisi, deriva soprattutto dall'esperienza e dalla professionalità dei promotori nel gestire quel particolare tipo di investimento (project management). Per questo l'esperienza imprenditoriale dei promotori nel settore in cui si realizza l'iniziativa è per le banche un elemento non meno importante del loro bilancio aziendale.

Molto spesso, soprattutto nei casi in cui il progetto abbia valenza e interesse pubblici, la società di progetto svolge questa complessa attività imprenditoriale sulla base di una concessione di costruzione e gestione (generalmente limitata nel tempo) ottenuta da un committente pubblico attraverso un confronto competitivo (gara).

In questi casi le operazioni di project financing si articolano su due schemi operativi di base:

- ▶ schema Bot (*Build, operate and transfer*), che prevede la costruzione, la gestione e il trasferimento finale delle opere
- ▶ schema Boo (*Build, operate and own*), che prevede la costruzione, la gestione e il possesso delle opere realizzate.



# IL PIANO ECONOMICO FINANZIARIO

Il finanziamento, si è detto, viene erogato dalle banche sulla base dei flussi di cassa attesi generati dall'investimento e sulla base della loro capacità di rimborsare il debito. Il progetto deve quindi essere innanzitutto in grado di produrre un reddito.

Con riferimento ai costi, le banche vorranno preliminarmente accertare soprattutto che:

- ▶ siano i più bassi possibili, per non sottrarre risorse che, a parità di ricavi, potrebbero essere disponibili per il rimborso del debito
- ▶ non varino in modo rilevante rispetto alle previsioni iniziali (così come i tempi di realizzazione del progetto).

Con riferimento ai ricavi, invece, le banche valutano con favore la presenza dei seguenti elementi:

- ▶ basi statistiche solide su cui fondare le previsioni dei flussi di cassa in entrata e utilizzo comunque di ipotesi prudenziali
- ▶ contratti di cessione dei beni prodotti sottoscritti preventivamente, ossia in corrispondenza della sottoscrizione delle convenzioni finanziarie
- ▶ un certo grado di rivalsa sui promotori qualora i ricavi non dovessero rispettare, a un certo punto del progetto, determinati indici economici e finanziari richiesti per il regolare servizio del debito.

Per i motivi sopraesposti il project financing si presta a essere applicato soprattutto in settori caratterizzati da prodotti standardizzati e a vasta diffusione, che utilizzano una tecnologia consolidata e presentano una domanda rigida.

Ove è possibile è naturalmente preferibile che si possano sottoscrivere i contratti commerciali di cessione del prodotto/servizio preventivamente rispetto alla realizzazione delle opere.

L'analisi dei rischi di progetto è una fase fondamentale nello sviluppo di un project financing.

Il processo di copertura e di economica ripartizione dei rischi di un progetto crea "*stabilità*" e può rendere finanziabili, e quindi realizzabili, iniziative di investimento particolarmente complesse che, in via preliminare, potevano ritenersi non percorribili anche se tecnicamente ed economicamente interessanti.

E' questa l'essenza stessa del project financing. Structurare un progetto in modo tale da fargli superare quella barriera costantemente in movimento tra un progetto finanziabile e uno non finanziabile.

Diverso, invece, è il discorso nell'ipotesi di progetti relativi a infrastrutture realizzate e gestite sulla base di una concessione pubblica. In questi casi, infatti, anche se il periodo di concessione è sufficientemente lungo, i ricavi restano esposti ai rischi di mercato nella misura in cui l'utilizzazione da parte del pubblico non può essere in alcun modo garantita preventivamente su basi contrattuali.

Per questo motivo, e anche in considerazione del fatto che spesso tali progetti non presentano un'autonoma capacità di reddito soddisfacente, di solito l'accordo di concessione riduce, almeno in parte, tale rischio, mediante:

- ▶ l'erogazione di una somma a titolo di sovvenzione nella forma di contributo a fondo perduto
- ▶ il finanziamento attraverso l'erogazione di una quota del capitale sociale della società di progetto o attraverso l'erogazione di un finanziamento a condizioni particolarmente favorevoli
- ▶ la concessione al progetto di garanzie finanziarie o di rivalsa.



# VANTAGGI E SVANTAGGI DEL PROJECT FINANCING

Il project financing non può rappresentare una risposta a tutti i problemi. Piuttosto dovrà essere valutato in funzione delle peculiarità e non necessariamente costituirà sempre la soluzione più conveniente.

Tra le ragioni più importanti che possono spingere un'impresa a considerare l'opportunità di fare ricorso al project financing, sicuramente può esserci la possibilità di limitare l'impatto sul proprio bilancio di un eventuale fallimento del progetto, possibilità che diventa essenziale qualora il progetto sia di dimensione rilevante rispetto alla base patrimoniale dei promotori.

A fronte di questo potenziale beneficio, il project financing presenta come principale inconveniente che richiede tempo e competenze specifiche, che si riflettono in elevati costi legali, tecnici e finanziari.

Se un project financing ha dei costi di organizzazione normalmente elevati, è comprensibile che sia particolarmente indicato ed efficace per progetti di notevole dimensione. E ciò è tanto più vero quanto meno è diffusa a livello culturale e giuridico la conoscenza del project financing in un dato Paese.

Tuttavia, i principi del project financing si applicano indipendentemente dalle dimensioni del progetto.

Tra i principali equivoci sul project financing vi è poi la convinzione assai diffusa che l'apporto del capitale di rischio nella società di progetto da parte dei promotori sia necessariamente modesto. Ebbene, anche se è spesso una caratteristica del project financing quella di presentare un'elevata leva finanziaria, tuttavia l'intervento delle banche si realizza prevalentemente nella forma del credito piuttosto che del capitale di rischio.

Qualsiasi investimento che consente di conseguire ricavi dalla gestione si presta teoricamente all'approccio del project financing. Nella realtà però questa caratteristica non è sufficiente.

In primo luogo, per poter essere finanziate in project financing le iniziative economiche devono essere di importo elevato. Infatti, le tecniche di costruzione del project financing sono estremamente complesse e richiedono il ricorso a più specializzazioni: quella tecnica o ingegneristica, quella legale, fiscale, societaria. Tutte circostanze queste che contribuiscono a elevare i costi di finanziamento.

Un'altra condizione essenziale per realizzare un'operazione di project financing è legata alla presenza di promotori affidabili. Questi devono essere affidabili sia dal punto di vista finanziario sia per quanto riguarda le competenze tecniche, e devono possedere un'esperienza consolidata nello sviluppo, realizzazione e gestione di un progetto di grandi dimensioni nel settore oggetto dell'investimento.

Altro fattore che facilita un'operazione di project financing è l'esistenza nel progetto di una tecnologia consolidata. Una tecnologia nota e consolidata, infatti, assicura la presenza di un'esperienza già collaudata nella costruzione dell'opera, nella sua gestione e manutenzione e riduce pertanto il rischio tecnologico associato al progetto. Ciò aiuta a prevedere con relativa certezza i costi e i tempi di costruzione e gli oneri di gestione e manutenzione del progetto, oltre ovviamente a consentire maggiori certezze sul successo stesso della realizzazione delle opere e sul rendimento delle medesime.

Importante, sul lato dei ricavi, è l'esistenza di contratti commerciali sottoscritti parallelamente alla convenzione finanziaria e di un prodotto standardizzato a larga diffusione.



# L'ANALISI DEL PROGETTO IN PROJECT FINANCING

Il primo elemento importante è rappresentato dalle finalità del progetto e dalle motivazioni che spingono i promotori a realizzarlo.

E' la capacità dei promotori (concessionari) di gestire l'intera operazione, dalla costruzione (anche quando viene appaltata a terzi) alla gestione commerciale delle opere, che, in fin dei conti, attribuisce credibilità ai piani economici del progetto.

E' di primaria importanza sapere se la domanda può manifestarsi solo dopo la realizzazione del progetto, e quindi non è possibile concludere i contratti commerciali dall'inizio, oppure se può manifestarsi già dall'inizio ed è quindi preventivamente individuato un acquirente (o più contratti) finale del prodotto e si possono stipulare i relativi contratti commerciali.

L'analisi del mercato finale deve servire anche per valutare se i ricavi previsti saranno in grado di garantire il servizio del debito e la remunerazione del capitale di rischio o se invece sarà necessario un contributo finanziario esterno al progetto.

E' evidente che prodotti a vasta diffusione di mercato e con domanda rigida presentano previsioni più attendibili.

Un esempio tipico è rappresentato dai servizi di pubblica utilità come l'energia, l'acqua, i trasporti pubblici di massa.

Naturalmente, anche prodotti o servizi con una domanda che non risponde a queste caratteristiche potranno essere oggetto di un'iniziativa finanziata con ricorso al project financing.

Le valutazioni di congruità dei costi (costi più bassi possibili) sono importanti per evitare che costi troppo elevati erodano le risorse da destinare al servizio del debito.

L'analisi economica consiste nel valutare la redditività della gestione caratteristica dell'investimento che si va a realizzare: vengono messi a confronto i ricavi e i costi non finanziari derivanti dal progetto al fine di valutare la capacità dello stesso di produrre utili a prescindere dalla struttura finanziaria.

Per i promotori la valutazione di un progetto deriva dal confronto di un indice di redditività dell'investimento con un indice di riferimento (*cut off rate*) che rappresenta la remuneratività minima richiesta a un progetto. Al di sotto del *cut off rate* il progetto per loro non è conveniente.

Per valutare se e in che misura un progetto di investimento è in grado di generare ricchezza, occorre partire dal suo flusso di cassa netto, ovvero dalla differenza tra le entrate e le uscite collegate al progetto, calcolata anno per anno.

La valutazione di un flusso di cassa comporta la necessità di considerare la variabile tempo, molto importante in qualunque elaborazione di carattere finanziario. Tale importanza viene solitamente motivata con la semplice osservazione che un euro disponibile oggi vale più di un euro disponibile in un dato momento futuro.

La differenza tra le entrate e le uscite del periodo determina il flusso di cassa netto di quell'anno. Si tratta di un flusso di cassa che ancora non comprende entrate e uscite determinate dalla struttura finanziaria del progetto.



Queste, infatti, verranno aggiunte successivamente, allorché sarà stato verificato in prima battuta se l'investimento è conveniente e quali sono i fabbisogni finanziari a esso collegati.

Una volta determinata anche la struttura finanziaria del progetto, allora si procederà all'inserimento delle variabili finanziarie nel calcolo del flusso di cassa. Si tratta di aggiungere, anno per anno, alle entrate i versamenti del capitale di rischio dei soci e le erogazioni effettuate dai finanziatori; alle uscite i pagamenti di interessi e dividendi nonché i rimborsi del debito.

Di solito si procede alla costruzione di un caso base, utilizzando valori estremamente prudenziali, e su questo si effettuano tutte le analisi di sensitività.

## L'IMPORTANZA DELLA VARIABILE TEMPO

Gli strumenti che la matematica finanziaria ha elaborato per confrontare valori monetari definiti in istanti temporali diversi sono quelli dello sconto e della capitalizzazione.

Con la capitalizzazione si determina il valore che una certa somma investita oggi a un determinato tasso di rendimento avrà in un dato istante futuro:

$$V_t = V_0 \cdot (1 + r)^t$$

|       |   |   |
|-------|---|---|
| $V_t$ | = | valore al tempo t di un capitale investito al tempo 0             |
| $V_0$ | = | valore del capitale investito al tempo 0                          |
| $r$   | = | tasso di capitalizzazione relativo all'unità di tempo considerata |
| $t$   | = | periodo di tempo considerato                                      |

L'operazione di sconto è l'operazione inversa della capitalizzazione. Essa consente di calcolare il valore attuale di somme disponibili in futuro o, più in generale, il valore che somme future avrebbero in un qualsiasi istante precedente.

$$V_0 = \frac{V_t}{(1 + r)^t}$$

|       |   |   |
|-------|---|---|
| $V_t$ | = | valore disponibile al tempo t                           |
| $V_0$ | = | valore attuale di una somma disponibile al tempo t      |
| $r$   | = | tasso di sconto relativo all'unità di tempo considerata |
| $t$   | = | periodo di tempo considerato                            |

Per poter effettuare un confronto tra flussi di cassa relativi a periodi differenti è quindi prima necessario renderli omogenei da un punto di vista finanziario mediante il calcolo di determinati indici.



## I PRINCIPALI INDICI ECONOMICO-FINANZIARI PER LA VALUTAZIONE DI UN PROGETTO

L'analisi consiste nel cercare di sintetizzare il giudizio sul progetto e sui flussi di cassa a esso associati in un unico valore numerico, rappresentativo della sua capacità di generare utili.

Tuttavia, il loro effettivo contributo alla decisione finale circa la realizzazione o il finanziamento di un progetto deve essere valutato contestualmente ad altri elementi, non tutti facilmente traducibili in termini di formule matematiche.

Il primo di questi indici è il valore attuale netto del flusso di cassa di un progetto.

### IL VALORE ATTUALE NETTO

Il Valore attuale netto (Van) viene definito come il valore che assume la somma dei flussi di cassa attesi dal progetto, nell'istante in cui viene effettuata la valutazione.

IL Van viene calcolato scontando sino al tempo presente (istante nel quale si effettua la valutazione) tutto il flusso di cassa netto del progetto, calcolato come differenza tra i flussi positivi e quelli negativi di ciascun periodo (compresi anche i costi di investimento iniziale), e sommando i singoli valori così ottenuti.

dove

$$Van = \sum_{i=0}^t \frac{CFt}{(1+r)^t}$$

|     |   |   |
|-----|---|---|
| Van | = | Valore attuale netto del progetto   |
| CFt | = | differenza tra i flussi positivi e negativi di ciascun periodo, compresi anche i costi di investimento iniziali |
| r   | = | tasso di sconto relativo all'unità di tempo t considerata   |
| t   | = | variabile tempo   |

Calcolato in questo modo, il Van rappresenta l'incremento o la diminuzione del valore di un investimento iniziale.

I progetti di investimento che possono essere accettati sono solo quelli con un valore attuale netto positivo. Solo in questo caso l'investimento è in grado di generare ritorni superiori alle risorse impegnate nel progetto. Nell'ambito di progetti di investimento con un valore attuale netto positivo sarà ovviamente preferibile quello con Van più elevato.

Sulla base di queste indicazioni preliminari, possiamo quindi brevemente sintetizzare il processo di selezione di un progetto come segue:

- ▶ si determinano i flussi di cassa di un progetto nel corso della sua vita economica
- ▶ si calcola il costo opportunità del capitale
- ▶ quindi, utilizzando il costo opportunità del capitale, si scontano i flussi di cassa netti attesi e si calcola il Van.





Il flusso di cassa atteso di un investimento, e quindi anche il suo valore attuale netto, nel caso di attività reali non è un elemento oggettivo.

In altre parole, ogni investimento ha un valore maggiore per chi riesce a gestirlo meglio.

Questo significa che per un medesimo investimento il Van sarà diverso a seconda di chi lo calcola e sarà tanto maggiore quanto maggiore sarà l'efficienza dell'impresa.

## LA SCELTA DEL TASSO DI SCONTO

Uno dei maggiori limiti del Van e di altri indicatori utilizzati per la valutazione di un investimento è legato alla soggettività della scelta del tasso di attualizzazione.

In via di principio il tasso di sconto da utilizzare è quello che esprime il tasso di remunerazione medio richiesto dai finanziatori del progetto. Il tasso di sconto deve, in altre parole, considerare la capacità del progetto di remunerare sia il capitale di rischio sia quello di debito. Seguendo questo criterio il tasso di sconto utilizzato per il calcolo del Van viene determinato come media ponderata del costo delle diverse fonti di finanziamento.

$$r = \frac{MP \cdot a + A \cdot b + D \cdot c}{MP + A + D}$$

|    |   |   |
|----|---|---|
| r  | = | tasso di sconto relativo all'unità di periodo considerata                   |
| MP | = | capitale di rischio   |
| a  | = | tasso di remunerazione dei mezzi propri calcolato<br>come costo opportunità |
| A  | = | debito principale   |
| b  | = | tasso di interesse sul debito principale                                    |
| D  | = | debito secondario   |
| c  | = | tasso di interesse sul debito secondario                                    |

La determinazione del tasso di sconto è comunque una operazione che risentirà sempre di valutazioni soggettive.

Un'ultima considerazione riguarda l'inflazione.

Quando si deve attualizzare un flusso di cassa futuro, il tasso di sconto deve essere un tasso convenzionale (nominale) se i valori che costituiscono il flusso di cassa sono correnti e incorporano quindi il valore dell'inflazione. Solo se si utilizzano valori depurati dall'inflazione, e quindi reali, il tasso di attualizzazione dovrà essere reale, cioè anch'esso depurato dall'inflazione.

## IL TASSO DI RENDIMENTO

Il Tasso interno di rendimento (Tir) viene definito come il tasso di attualizzazione che rende nullo il Van di un determinato flusso finanziario.





Il Tir rappresenta pertanto il massimo tasso di interesse che un investitore è disposto a pagare per raccogliere risorse con cui finanziare il progetto.

Infatti, se le fonti di finanziamento hanno un costo (tasso di interesse pagato ai finanziatori o costo opportunità nel caso di capitale di rischio) maggiore del tasso interno di rendimento, l'investitore non avrà convenienza a realizzare l'opera, in quanto il progetto non sarebbe in grado di realizzare un Van positivo.

